

景顺长城基金邹立虎:

把握时代趋势脉动 深耕周期领域投资

□本报记者 张韵



专注周期领域投研

作为一名深耕周期领域的基金经理，邹立虎在卖方机构有过五年的宏观和大宗商品研究经历，随后进入买方机构，重点研究钢铁、煤炭、有色、石油石化等周期领域，还曾出任当时市场上唯一一只白银期货基金的基金经理。至今，邹立虎依然持续专注于周期领域的投资和研究，累计从业经验超过13年，其中，投资经验超过5年。

同样是研究大宗商品，买卖两方有何差异？回顾过往经历，邹立虎分享了他对于这一问题的理解。他认为，在卖方期货公司的研究更侧重于对产业的短、中、长期供需情况进行研究，进而给产业客户提供诸如套期保值等建议；而作为买方，研究则还要更多关注上市公司的基本面、市场情绪、估值水平等，要回答该买什么股、为何同一行业个股涨跌幅度不一等问题。“这个差异比较大，需要花很多精力去研究公司基本面和股票价格的路径。”

通常而言，对产业展开深入研究，了解行业最新发展动态是挑选好股票、赚取盈利的必要条件。可是，近年来产业发展如火如荼，相关股票价格却一路下行；亦或是产业发展尚未形成清晰模式，股票价格已狂飙直上，此类现象并不少见。对于A股投资而言，该如何有效通过产业研究寻找投资机会？

作为一名从宏观经济、产业研究起步，进而深入到行业、企业投资研究的基金经理，邹立虎对于产业内商品价格与股票价格方向不同步的问题，有着他自己的研究和思考。

以金属锂为例，此前也有投资者向邹立虎提问，为何锂价一直上涨，相关股票标的却不涨？在邹立虎看来，周期品公司的股价不是实时反映商品价格，有时会提前于商品价格有所表现。锂电池作为新能源的一部分，其实在2019年新能源趋势中，相关个股股价已有所体现，而“聪明资金”早已提前进场布局。也就是说，商品价格相对股价而言有时具有一定的时滞性。

至于为何产业内商品价格持续上涨，股价反而下跌，邹立虎认为，同样以锂为例，当锂价上涨到一定程度后，可以看到很多公司的资本开支会大幅增加，但就某一阶段而言，锂的供需有一个均衡临界点。这就导致即便锂价继续上行，但市场多数投资者对后续的估值空间预期已经有所收窄，这就容易导致股价出现下跌。

邹立虎强调，这一现象其实不仅仅发生在有色金属行业，其他行业也有可能出现类似情况，例如部分公司利润仍然很好，但股价可能已经见顶等等。“这是一个非常复杂的问题。”邹立虎认为，要应对这一现象，核心还是落脚到一个合理的估值假设上，要看到商业模式的合理估值“锚”在哪里，第二是落脚到公司相对稳定的盈利，这其中会有一个均值回归的过程。“最繁荣的时候不是常态，最差的时候也不是常态。”

邹立虎，景顺长城基金混合资产投资部高级副总裁、基金经理。此前曾任华联期货研究部研究员，平安期货研究部研究员，中信期货研究部研究员，国投瑞银基金量化投资部高级研究员、基金经理助理、基金经理。2021年8月加入景顺长城基金，2021年11月起担任混合资产投资部基金经理，现任景顺长城支柱产业混合等多只产品的基金经理。

用历史的眼光做投资

邹立虎认为，了解资本市场发展史、懂周期更迭，是研究大宗商品等周期人士的必备功课。

“如果不对历史做很深研究，有时候对于时代发展所导致的产业变化，是很难感觉出来的，容易陷入一两年时间维度的框架里。”邹立虎说，以能源替代为例，能源替代的时间是比较长的，从历史上看，欧美对煤炭能源的替代花了将近半个世纪。而此前市场预计新能源替代传统能源将在一二十年内完成，这个判断过于仓促。他认为，只有当新能源发展演进到足够廉价、普及程度足够高时才可能逐步完成这个替代过程。

对于前期黄金板块的上涨，邹立虎表示，虽然这波上涨看似幅度较大，但从历史维度来看，可能只是一个开始。“现在短期的震荡和涨跌幅在黄金历史上都是‘毛毛雨’。”

邹立虎介绍黄金市场的历史时说，黄金此前曾有过两轮大行情。一段是上世纪70-80年代，另一段是2000年美股互联网行情泡沫破灭到2012年左右的欧债危机期间，在这两段历史之中，美股基本没有太明显的行情，黄金价格却出现一路

飙升的大行情。

邹立虎认为，这两段历史确实成为市场部分人士认为黄金走势与美股走势呈负相关的一大佐证，其背后的逻辑主要是因为美股是吸纳全球较多资金的地方，如果美股回报减弱，资金就会调整配置，转而投向黄金等其他资产类别，而这个配置转换的力量非常大。

然而，在今年前期的上涨中，美股与黄金却意外出现齐涨的局面，这是为何？邹立虎分析，这主要是因为此轮美股上涨更多是结构性行情，是偏产业趋势和阿尔法的，而不是宏观经济带来的整体上涨。美元走弱、央行买入黄金等是推动前期金价上涨的重要因素。

谈及美国资本市场发展史，邹立虎认为，美国现在的税率处于过去100年中的较低水平，财政压力大，未来大概率可能进入加税周期，加上美国国内现在进入一个中高通胀、低增长、高利率阶段，当前股票市场估值偏高，后续可能迎来较大挑战。而在美国股票市场可能承压时，实物资产有望从中受益，这也是他看好现货（实物）资产的一大逻辑所在。

“下注大时代”

“我们也研究了‘股神’巴菲特的历史，对我个人来讲，体会最深的是，投资最重要的是下注大时代。”邹立虎说，短期上涨并不是他下注的主要动力，他更希望能够捕捉到时代发展中的大趋势，真正用长期维度进行有效投资。“就像当初新能源时代成就了多少大基金，我们也希望今后能下注到此类大的产业机会。”邹立虎坦言。

在被问及为何看好现货（实物）资产时，邹立虎表示，从历史维度看，现货（实物）资产目前正处在新一轮以十年计的大周期起点，未来空间值得期待。此外，他认为，以金属行业为例，从供需情况来看，金属行业供给情况相对透明，外界人士也能够较为及时地把握产业变化，而且目前数据显示，金属行业远期产能供应增速正在放缓，新的需求在诞生，例如新能源车产业链等资源密集型行业的发展，对金属的用量在大幅增加。供给放缓，需求增加，这将推动行业景气度不断上行。

对于下注大时代的投资操作，邹立虎表示，他将不过度关注短期

波动，市场有周期，投资需要将眼光放得更长远一些，如果过度关注短期波段，试图把握每个波段机会，有时反而容易“跟丢”。只要不是发生系统性波动，比如对市场供需情况判断出现失误，对行业竞争格局和景气度预判发生偏离，他会选择长期持有，以捕获大趋势行情。

如何具体选股？在邹立虎看来，具备业绩稳健且处于上行成长通道、产品顺应未来时代发展趋势、公司治理良好能保证业绩持续性等特点的上市公司是他较为偏好的选择。其中，处在0-1成长阶段的突破型公司是投资首选，因为对投资者而言，此类公司往往有更多机会分享成长红利。

展望后市，邹立虎认为，当前盈利探底或已接近尾声，A股整体估值不贵；从最新披露的基金季度报告数据来看，机构持仓拥挤度也有所下降，不少行业的库存有望在今年四季度到明年一季度之间出清；同时，政策效果将逐渐显现，股债性价比处于较高位置。未来一年，全球市场大概率迎来宽松周期，此时，应考虑给予权益投资标的较高的仓位水平。